

**Oponentský posudek doktorské disertační práce ing. Svatopluka  
Kapounka *Monetární politika Evropské centrální banky a její důsledky  
pro malou otevřenou ekonomiku***

Autor si zvolil pro svou doktorskou disertační práci velmi aktuální a zajímavé téma. Monetární politika Evropské centrální banky je a ještě dlouho bude sama o sobě předmětem závažných diskusí, jež se týkají jejího přílišného důrazu na měnové cíle a možného dopadu na zpomalení tempa hospodářského růstu v HMU. Z pohledu České republiky, jež je malou otevřenou ekonomikou, je třeba velmi odpovědně zvážit možné dopady monetární politiky ECB na českou ekonomiku. Snahám o posouzení přínosů a nákladů vstupu ČR do HMU byl již věnován značný počet prací českých autorů. Předložená disertační práce se na jedné straně zužuje tento záběr na problematiku dopadů monetární politiky na inflaci a hospodářský růst, na druhé straně přináší nesporně velmi zajímavý analytický pohled na zkoumanou problematiku a autor se snaží přesvědčivě podpořit svou argumentaci pomocí statistické analýzy. Autor vymezil hlavní cíl práce v podobě odpovědi na otázku, zda vůbec a jaké důsledky bude mít přijetí jednotné monetární politiky ECB na inflaci a hospodářský růst v české ekonomice. Na tomto základě zformuloval hlavní hypotézu, že „náklady (v definovaném užším pojetí) integrace ČR do HMU plynoucí ze ztráty autonomie monetární politiky ČNB nejsou pro tuto malou otevřenou ekonomiku významné.“ K potvrzení či zamítnutí výše uvedené hlavní hypotézy slouží formulování a testování čtyř dílčích hypotéz:

1. Že jsou rozdíly mezi monetární politikou ECB a ČNB nevýznamné, a v důsledku toho nebude mít vstup ČR do HMU významné dopady na inflaci a hospodářský růst české ekonomiky.
2. Že jsou preference ČNB a ECB shodné, a proto nebude mít vstup ČR do HMU pozorovatelné důsledky z hlediska inflace a hospodářského růstu.
3. Že je transmisní mechanismus v jednotlivých částech HMU jednotný, a proto nedojde ke snižování efektivnosti monetární politiky při řešení důsledků makroekonomických šoků.

4. Že monetární politika ČNB a ECB není efektivním nástrojem pro akceleraci dlouhodobého udržitelného hospodářského růstu, a proto nejsou náklady spojené se ztrátou autonomní monetární politiky významné.

Tyto dílčí hypotézy byly testovány statisticky a navíc je autor podrobil i kvalitativní analýze.

Disertační práce má vcelku logickou strukturu. Po úvodu, stanovení cíle a formulování hypotéz se autor věnuje v první kapitole výkladu metodiky kvantitativních analýz. Druhá kapitola slouží zasazení zkoumané problematiky do širšího rámce otázek souvisejících se vstupem ČR do HMU. V následujících čtyřech kapitolách autor testuje a analyzuje dílčí hypotézy a na tomto základě formuluje dílčí závěry. V závěrečných částech nazvaných „Diskuse“ a „Závěr“ rozebírá výsledky své práce a míru, v jaké se mu podařilo naplnit její hlavní cíl. Z mého pohledu by bylo logičtější, kdyby byla jako první kapitole zařazena kapitola „Česká republika v procesu integrace do HMU“, a pak teprve výklad metodiky kvantitativních empirických analýz. Alespoň z pohledu čtenáře by se mi tento postup jevil poněkud více „přátelský“.

Výsledkem provedených analýz je vyvrácení dílčí hypotézy, že rozdíly mezi ECB a ČNB jsou z pohledu jejich statutů nevýznamné. Z toho plyne, že nahrazení monetární politiky ČNB jednotnou politikou ECB může mít významný dopad na inflaci a hospodářský růst v ČR. Obdobné je to i v případě hypotézy o stejné averzi ČNB a ECB k inflační mezeře. ECB vykazuje v tomto ohledu vyšší averzi. V páté kapitole dospěl autor k závěru, že lze zamítnout hypotézu o jednotné povaze transmisního mechanismu v HMU. Podle jeho názoru je však možné přijmout předpoklad, že efektivitu monetární politiky ECB snižuje nedokončený proces integrace finančních trhů, avšak vzhledem k pokračujícím integračním procesům se budou tyto rozdíly snižovat a její efektivita by se měla v důsledku toho zvyšovat. Provedené testy a analýzy potvrdily hypotézu o asymetrickém působení monetární politiky ECB a ČNB na inflaci a hospodářský růst. Zatímco restriktivní politika je účinná při boji s inflací, expanzivní politika nemá významný vliv na akceleraci hospodářského růstu. Tento závěr by však neměl být překvapivý, protože tyto asymetrické efekty monetární politiky přesvědčivě vyložil již John Maynard Keynes v *Obecné teorii* a byly předmětem mnoha keynesovských analýz po druhé světové válce (stačí připomenout např. britskou *Radcliffovu zprávu* z roku 1959).

Na základě těchto dílčích výsledků dospěl autor k závěru, že důsledkem vstupu ČR do HMU s velkou pravděpodobností nebude destabilizace cenové hladiny, ale objeví se tendence k poklesu tempa hospodářského růstu. Tento závěr logicky vyplývá z provedených analýz včetně statistických a zdá se být dostatečně zdůvodněný. Zajímavé je, že kvalitativní postkeynesovské analýzy vycházející z teorie endogenní povahy peněžní nabídky dospěly k obdobným závěrům, aniž by se opíraly o sofistikované nástroje typu Taylorova pravidla. Podle mého názoru je v tomto ohledu základním problémem sám statut ECB, který zakládá ještě vyšší míru nezávislosti ECB, než mají běžně centrální banky členských zemí EU. Navíc je podle vzoru Bundesbanky ECB výrazně orientována na stabilitu měny. S tím souvisí i formulace Maastrichtských kritérií, která jsou rovněž zaměřena spíše antiinflačně než prorůstově. Výsledkem nesprávného nastavení „evropské bankovní moci“ i formulace Maastrichtských kritérií je skutečnost, že došlo k zpomalení hospodářského růstu většiny členských zemí EU, které vstoupily do HMU. Příčinou není vlastní vstup do HMU či přijetí eura. To by mělo mít převážně pozitivní dopady. Problémem však je nastavení monetární politiky ECB a její téměř absolutní nezávislost. V této souvislosti by autor mohl odpovědět na otázku, jaké teoretické zdroje lze hledat za legislativním ukotvením nezávislosti ECB a zaměřením její monetární politiky.

Autor ve své disertační práci nesporně prokázal schopnost vědecky pracovat. Má hluboké znalosti soudobé literatury ke zvolené problematice a zvládá na velmi dobré úrovni moderní metody statistické analýzy. Cíle práce se mu podařilo ve významné míře splnit a nesporný je i jeho vlastní autorský přínos. Z těchto důvodů doporučuji práci k obhajobě

V Praze dne 27. 12. 2006

Prof. Ing. Milan Sojka, CSc.